

江海股份 (002484)

买入/维持评级

股价: RMB28.3

分析师

关海燕
SAC 执业证书编号:S1000510120038
(0755)8212 5059
guanhy@mail.htlhsc.com.cn

联系人

吴庭昊
(0755)8253 8167
wuth@mail.htlhsc.com.cn

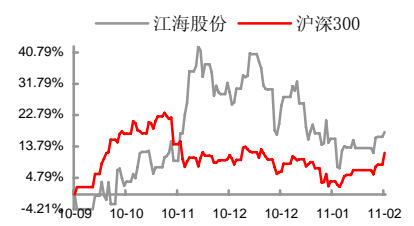
相关研究

- 《替代趋势强, 成长空间广 - 高分子固体电容器行业报告》2011-01-14
- 《把握行业发展大趋势 - 江海股份研究报告》2011-01-14

基础数据

总股本 (百万股)	160
流通 A 股 (百万股)	160
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	4,528

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

逐步打开想象空间

江海股份设立合资公司点评

- 事件:** 公司 2 月 11 日发布公告, 宣布公司董事会审议并通过《南通江海电容器股份有限公司和日本 ELNA 株式会社合资设立南通海纳电子有限公司的议案》。该议案的主要内容为: 江海股份与日本 ELNA 株式会社共同出资 275 万美元成立南通海纳电子有限公司。江海股份出资 236.5 万美元, 占注册资金 86%; ELNA 株式会社出资 38.5 万美元, 占注册资金 14%。合资公司主要业务是研发、生产和销售贴片式导电性高分子铝电解电容器产品, 生产规模为每月 400 万只。
- 分析:** 我们对这一事件的解读是正面的, 公司在积极地往高分子电容器产品上扩张产能, 符合我们之前对行业和公司判断。虽然这一次合作的规模不大, 对公司 11 年的业绩产生的影响有限, 但是我们认为这是公司释放的一个积极信号, 表明公司在努力把握机会往空间广阔的高分子电容器市场上发展。

公司现有高分子电容器年产能 1000 万只, IPO 募投项目拟新增年产能 1.8 亿只。新合资企业南通海纳电子目标生产产能每月 400 万只, 对应年产能 4800 万只, 预计项目于 11 年上半年达产。11 年底公司将拥有约 2.4 亿只高分子固体电容器的年产能。

公司目前拥有的和 IPO 募投项目中的计划的高分子电容器产能均为引线插脚式, 技术来自公司自身积累和与国内高校的合作研究。而合资公司南通海纳的高分子固体电容器是贴片式, 技术来自日本 ELNA 株式会社。相比引线式电容器, 贴片式器件体积小、便于安装, 更符合未来电子设计简洁化和紧凑化的需要。

- 盈利预测:** 我们维持对原有的盈利预测, 估计 2010 年到 2012 年 EPS 分别为 0.58 元、0.86 元和 1.31 元, 对应 PE 是 50、34、22 倍。考虑公司工业类产品的安全边际和高分子产品的想象空间, 我们维持买入投资评级。
- 风险提示:** 由小规模试产到大规模量产中存在不确定性。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	614.8	829.0	1070.0	1612.0
(+/-%)	13.0	34.8	29.1	50.7
归属母公司净利润(百万元)	63.2	93.0	137	210.0
(+/-%)	27.8	47.2	47.3	53.3
EPS(元)	0.39	0.58	0.86	1.31
P/E(倍)	71.7	48.9	33.0	21.6

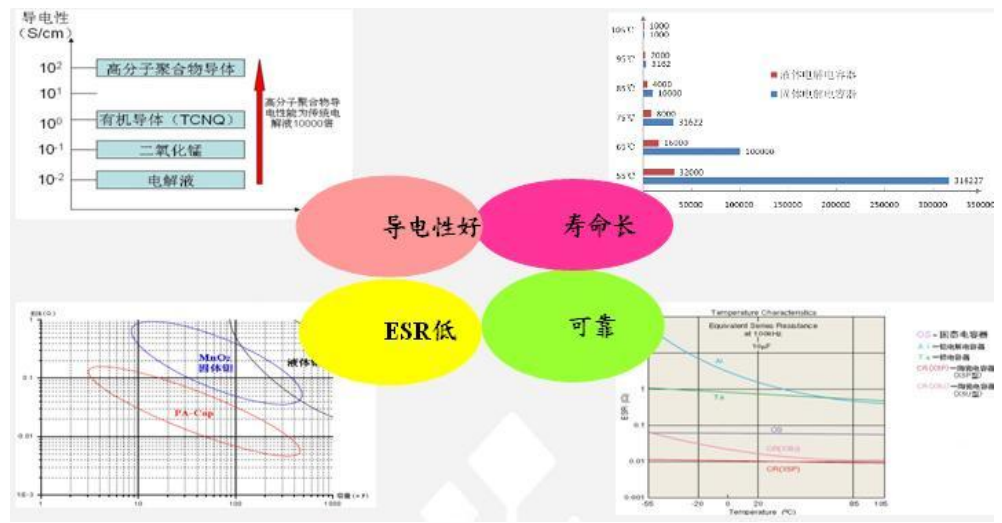
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

高分子电容器市场前景光明

高分子电容器优势明显

电子电路的发展为电解电容器提出了新的要求，液体铝电解电容器在许多领域已经不能满足产品的技术需要。产品升级换代是势在必行。高分子固体铝电解电容器在导电特性、频率特性、稳定特性、寿命等综合性能上优于采用其它技术的电解电容器。产品替代的优势明显。

图 1： 高分子电容器优势明显

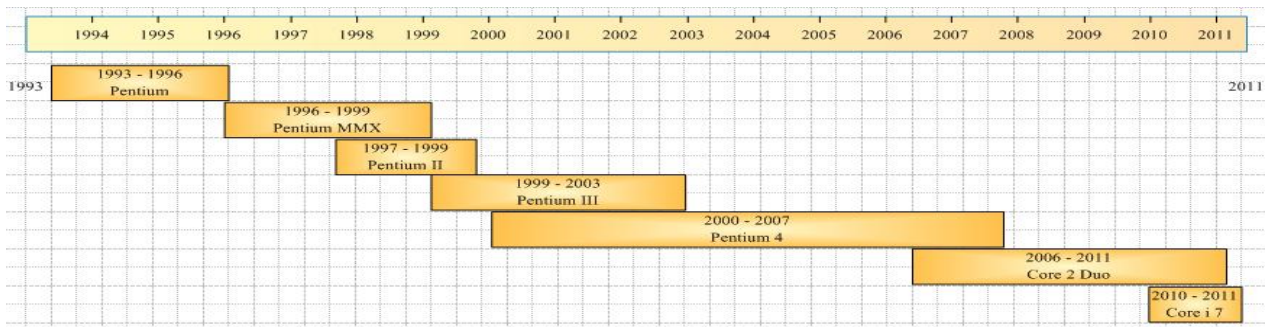


资料来源：华泰联合证券研究所

新兴电子产品需要高分子电容器

以计算机产品为例，根据半导体摩尔定律，CPU 集成度越来越高。INTEL 从最开始的 8086 系列发展到最新的多核技术。

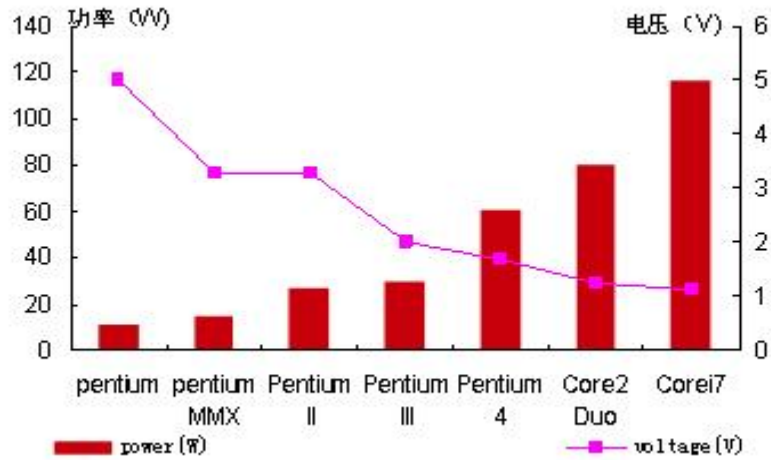
图 2： INTEL CPU 发展历史



资料来源：华泰联合证券研究所

随着升级换代和计算能力不断增强，CPU 自身功耗持续加大，而供电电压却在草低压方向发展。这就约定了供电电流会急速地上升。

图 3: CPU 功耗与电压发展趋势



资料来源: 华泰联合证券研究所

未来高功耗和低电压的设计趋势决定了在电容的选取上一定是低 ESR、大纹波电流的电容来主导。在目前所有的电解电容器中, 高分子电容器的导电性能最好, ESR 最低。INTEL 公司在 2006 年推出了 Core 2 Duo 芯片后, 就正式建议主板厂商采用高分子电容器以保证计算机的工作性能。

随着 EDOT 专利的过期和国内厂商技术的成熟, 高分子电容器的成本已经开始下降。大规模地推广高分子电容器的趋势明确。

盈利预测

新合资企业南通海纳电子目标生产产能每月 400 万只, 对应年产能 4800 万只, 预计项目于 11 年上半年达产。我们预计 11 年南通海纳产能释放 2000 万-2400 万只。由于贴片式电容器价格略高于插脚式, 我们假设单价每只 1 元。那 11 年新合资企业将为江海股份贡献约 2200 万左右的营收。如果考虑新产品利润率水平和公司整体持平, 江海占有 86% 的股份, 我们预测新业务将为江海股份新增约 230 万-250 万的净利润, 增厚 EPS 约 0.015 元左右, 对 11 年业绩影响不大。但我们更看好通过这一事件传递出来的信号, 证实了我们先前对高分子电容器行业景气向上的判断和公司在这个领域发展的决心。

我们预计公司在产品线成熟运行后, 将继续加大在 高分子电容器上的产能扩张力度。而原有测算估计已经体现了这个假设, 故我们维持原有的盈利预测, 维持对公司积极看好的态度。

风险提示

此次设立合资公司规模较小, 产能也有限, 我们估计生产属于小批量实验性质。在未来从小批量到大规模量产的过程中存在众多的不确定因素, 提醒注意风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	373	1119	1230	1535	营业收入	615	829	1070	1612
现金	81	740	742	804	营业成本	493	669	855	1266
应收账款	146	196	253	381	营业税金及附加	0	0	0	1
其他应收款	1	4	5	8	营业费用	19	25	29	44
预付账款	4	7	9	13	管理费用	35	48	62	93
存货	119	147	188	278	财务费用	1	-15	-31	-32
其他流动资产	0	25	33	50	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	305	358	437	455	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	41	41	41	41	投资净收益	12	12	12	12
固定资产	204	267	353	374	营业利润	76	112	164	251
无形资产	28	28	28	28	营业外收入	0	2	2	2
其他非流动资产	0	0	16	13	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	677	1477	1668	1990	利润总额	76	112	164	251
流动负债	276	199	245	345	所得税	10	15	21	33
短期借款	55	0	0	0	净利润	66	97	144	220
应付账款	110	134	171	253	少数股东损益	3	4	7	10
其他流动负债	0	66	74	92	归属母公司净利	63	93	137	210
非流动负债	15	15	15	15	EBITDA	77	125	174	271
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.39	0.58	0.86	1.31
其他非流动负	15	15	15	15					
负债合计	291	214	260	360	主要财务比率				
少数股东权益	25	30	36	46	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	120	160	160	160	成长能力				
资本公积	121	860	860	860	营业收入	13.0%	34.9%	29.0%	50.7%
留存收益	120	213	351	561	营业利润	52.4%	47.7%	47.0%	52.5%
归属母公司股	361	1233	1371	1583	归属母公司净利	27.8%	46.9%	48.1%	52.8%
负债和股东权	677	1477	1668	1990	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	19.3%	20.1%	21.5%
					净利率(%)	10.3%	11.2%	12.9%	13.0%
					ROE(%)	17.5%	7.5%	10.0%	13.3%
					ROIC(%)	16.1%	17.3%	18.5%	24.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	43.0%	14.5%	15.6%	18.1%
					净负债比率(%)	113.73	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.35	5.61	5.02	4.44
					速动比率	0.92	4.87	4.25	3.64
					营运能力				
					总资产周转率	0.99	0.77	0.68	0.88
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	5.46	5.49	5.61	5.97
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.39	0.58	0.86	1.31
					每股经营现金流	0.58	0.28	0.50	0.55
					每股净资产(最	2.41	7.70	8.57	9.90
					估值比率				
					P/E	71.68	48.92	33.02	21.61
					P/B	11.73	3.68	3.31	2.87
					EV/EBITDA	60	36	26	17

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn